

多肽分子管线和产能加速成长，公司盈利能力持续改善

2024 年 03 月 19 日

► **事件:** 2024 年 3 月 18 日，药明康德发布 2023 年报，公司全年实现收入 403.4 亿元，同比增长 2.5%，剔除新冠后增速 25.6%；归母净利润 96.1 亿元，同比增长 9.0%；经调整净利润 108.6 亿元，同比增长 15.5%。单季度看，公司 Q4 实现营业收入 108.0 亿元，同比下降 1.5%；归母净利润 15.3 亿元，同比增长 6.6%；经调整净利润 26.9 亿元，同比增长 2.5%。

► **非新冠业务稳健增长，盈利能力大幅改善。**分板块看，(1) WuXi Chemistry 收入 291.7 亿元 (+1.1%)，剔除新冠商业化项目后增速 36.1%。其中 R 收入 75.5 亿元 (+4.7%)，D&M 收入 216.2 亿元 (-0.1%)，剔除新冠后同比增长 55.1%，后端业务保持强劲增长。TIDES 分子管线和产能持续提升，2023 年收入达 34.1 亿元 (+64.4%)，在手订单强劲增长 226%；随着常州和泰兴基地扩产完成，多肽固相合成产能已增长至 32000L。化学板块毛利率同比提高 4.5pts，主要系业务提效和汇率影响。(2) WuXi Testing 收入 65.4 亿元 (+14.4%)，其中实验室分析与测试收入 47.8 亿元 (+15.3%)，安评业务继续稳健增长 27.3%，苏州和启东 55000 m²新产能陆续投产；临床 CRO 及 SMO 收入 17.6 亿元 (+11.8%)，SMO 同比增长 26.1%并保持中国领先水平。(3) WuXi Biology 收入 25.5 亿元 (+3.1%)，生物学平台为公司引流超过 20%的新客户，其中新分子相关收入占比提升至 27.5%。(4) WuXi ATU 收入 13.1 亿元 (+0.1%)，助力合源生物 CAR-T 纳基奥仑赛注射液和 lovance TIL 疗法 AMTAGVI 分别获得 NMPA 和 FDA 批准上市，另有 2 个项目正处在 BLA 准备阶段。(5) WuXi DDSU 收入 7.3 亿元 (-25.1%)，为客户研发的 3 款新药已获批上市，并且持续获得销售分成，毛利率同比提高 9.5pts。

► **2024 年常规业务将实现正增长，持续提高经营效率和产能利用率。**截至 2023 年底公司在手订单为 352.4 亿元，同比增长 7.4%，剔除新冠项目后在手订单同比增长 18%，其中 233.9 亿元预计在 2024 年确认收入。基于丰富的在手订单和管线项目，公司预计 2024 年实现收入 383-405 亿元 (-5.1%~0.4%)，剔除新冠项目后同比增长 2.7%~8.6%；经调整 non-IFRS 归母净利率将与 2023 年持平。公司预计 2024 年资本开支为 50 亿元，继续推进全球新设施建设，自由现金流将达到 40-50 亿。

► **投资建议:** 药明康德是全球领先的一体化、端到端 CXO 龙头，通过 CRDMO 和 CTDMO 业务模式赋能国内外客户的新药研发项目。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 95.81/109.59/128.48 亿元，对应 PE 为 16/14/12 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 需求下降风险、政策变化风险、竞争加剧风险、海外监管风险、汇率风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	40,341	40,017	44,935	51,712
增长率 (%)	2.5	-0.8	12.3	15.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	9,607	9,581	10,959	12,848
增长率 (%)	9.0	-0.3	14.4	17.2
每股收益 (元)	3.25	3.24	3.71	4.35
PE	16	16	14	12
PB	2.9	2.5	2.2	2.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 3 月 18 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

53.41 元



分析师 王班

执业证书: S0100523050002

邮箱: wangban@mszq.com

相关研究

1. 药明康德 (603259.SH) 2023 年三季度报点评: 非新冠业务增长稳健, 经营效率和规模效益持续提升-2023/10/31
2. 药明康德 (603259.SH) 2023 年半年报点评: 需求稳定, 非新冠业务快速放量, CXO 龙头成长确定-2023/08/01
3. 药明康德 (603259.SH) 2022 年中报业绩点评: 业绩实现强劲增长, 加速全球化布局-2022/07/28
4. 药明康德(603259.SH)2022 年 Q1 业绩点评: Q1 实现靓丽业绩, 迭创新高-2022/04/27
5. 药明康德 (603259.SH) 2022Q1 业绩预告点评: Q1 业绩超预期, 规模再上新台阶-2022/04/11

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	40,341	40,017	44,935	51,712
营业成本	23,729	23,509	26,130	29,865
营业税金及附加	297	280	292	336
销售费用	701	700	809	931
管理费用	2,879	2,685	2,966	3,361
研发费用	1,441	1,417	1,573	1,758
EBIT	11,491	11,592	13,357	15,680
财务费用	-338	-204	-217	-229
资产减值损失	-157	-132	-146	-167
投资收益	234	200	225	259
营业利润	11,872	11,845	13,630	15,974
营业外收支	-40	-43	-47	-50
利润总额	11,832	11,802	13,583	15,924
所得税	2,132	2,124	2,513	2,946
净利润	9,700	9,677	11,070	12,978
归属于母公司净利润	9,607	9,581	10,959	12,848
EBITDA	14,003	14,450	16,845	19,809

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	13,764	16,571	21,957	28,852
应收账款及票据	7,922	7,573	8,384	9,648
预付款项	244	235	261	299
存货	4,736	4,570	5,080	5,806
其他流动资产	3,757	5,300	5,689	6,143
流动资产合计	30,422	34,248	41,370	50,748
长期股权投资	2,216	2,416	2,640	2,899
固定资产	17,190	20,316	22,698	24,874
无形资产	1,864	1,978	2,003	2,030
非流动资产合计	43,247	46,916	49,301	51,517
资产合计	73,669	81,164	90,671	102,265
短期借款	3,667	3,567	3,517	3,467
应付账款及票据	1,645	1,610	1,790	2,046
其他流动负债	9,444	9,309	10,189	11,478
流动负债合计	14,756	14,487	15,496	16,991
长期借款	687	737	787	887
其他长期负债	2,709	2,646	2,851	3,044
非流动负债合计	3,396	3,383	3,638	3,931
负债合计	18,152	17,869	19,134	20,922
股本	2,969	2,953	2,953	2,953
少数股东权益	395	492	602	732
股东权益合计	55,517	63,295	71,537	81,343
负债和股东权益合计	73,669	81,164	90,671	102,265

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	2.51	-0.80	12.29	15.08
EBIT 增长率	19.81	0.88	15.22	17.39
净利润增长率	9.00	-0.27	14.39	17.24
盈利能力 (%)				
毛利率	41.18	41.25	41.85	42.25
净利润率	23.81	23.94	24.39	24.85
总资产收益率 ROA	13.04	11.80	12.09	12.56
净资产收益率 ROE	17.43	15.25	15.45	15.94
偿债能力				
流动比率	2.06	2.36	2.67	2.99
速动比率	1.51	1.71	2.00	2.31
现金比率	0.93	1.14	1.42	1.70
资产负债率 (%)	24.64	22.02	21.10	20.46
经营效率				
应收账款周转天数	71.49	71.00	70.00	70.00
存货周转天数	72.85	73.00	73.00	73.00
总资产周转率	0.58	0.52	0.52	0.54
每股指标 (元)				
每股收益	3.25	3.24	3.71	4.35
每股净资产	18.66	21.26	24.02	27.29
每股经营现金流	4.53	4.32	4.77	5.54
每股股利	0.00	0.97	1.11	1.31
估值分析				
PE	16	16	14	12
PB	2.9	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	10.69	10.36	8.89	7.56
股息收益率 (%)	0.00	1.82	2.08	2.44

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	9,700	9,677	11,070	12,978
折旧和摊销	2,512	2,858	3,488	4,130
营运资金变动	685	-40	-926	-1,248
经营活动现金流	13,387	12,751	14,093	16,356
资本开支	-5,500	-5,457	-5,210	-5,617
投资	-2,343	-5	-5	-5
投资活动现金流	-7,561	-7,452	-5,565	-5,972
股权募资	247	0	0	0
债务募资	178	-45	50	100
筹资活动现金流	-3,941	-2,793	-3,292	-3,599
现金净流量	2,017	2,807	5,386	6,895

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026